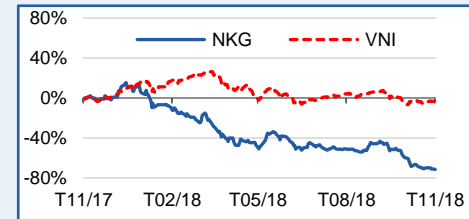


Ngành:	Thép		<u>2017</u>	<u>2018F</u>	<u>2019F</u>	<u>2020F</u>
Ngày báo cáo:	03/12/2018	Tăng trưởng DT	41,2%	25,0%	7,8%	5,2%
Giá hiện tại:	8.130 VND	Tăng trưởng EPS*	14,5%	-78,6%	0,0%	1,9%
Giá mục tiêu:	6.600 VND	Biên LN gộp	10,8%	6,3%	6,1%	6,1%
Giá mục tiêu trước đây:	14.000 VND	Biên LN ròng	5,6%	1,2%	1,1%	1,1%
TL tăng:	-18,8%	EV/EBITDA	5,4x	7,2x	7,3x	7,0x
Lợi suất cổ tức:	0,0%	Giá CP/dòng tiền HĐ	N/M	1,4x	N/M	6,5x
Tổng mức sinh lời:	-18,8%	P/E	1,7x	7,7x	7,7x	7,6x



GT vốn hóa:	64,3 triệu USD	<u>NKG</u>	<u>Peers**</u>	<u>VNI</u>
Room KN:	37,4 triệu USD	P/E (trượt)	3,4x	10,6x
GTGD/ngày (30n):	0,0 triệu USD	P/B (hiện tại)	0,5x	1,0x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH	1,6x	0,4x
SL cổ phiếu lưu hành	182,0 triệu	ROE	12,4%	6,6%
Pha loãng:	182,0 triệu	ROA	4,0%	3,1%
			2,4%	

Tổng quan về công ty
Thành lập năm 2002, NKG là nhà sản xuất tôn mạ lớn thứ hai Việt Nam với thị phần tôn mạ 15% và thị phần ống thép 7%. Các sản phẩm của công ty được sử dụng trong xây dựng nhà ở, công nghiệp và dân dụng.

** bao gồm các CT cùng ngành NN sử dụng hệ số thị trường điều chỉnh

Nguyễn Thảo Vy
Chuyên viên Cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng Cao cấp

Lợi nhuận vẫn chưa có tín hiệu tăng trưởng

- Chúng tôi hạ khuyến nghị dành cho CTCP Thép Nam Kim (NKG) từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG xuống KÉM KHẢ QUAN và điều chỉnh giảm giá mục tiêu 53% xuống 6.600VND/cổ phiếu do KQLN Quý 3 gây thất vọng. Chúng tôi cho rằng công ty khó có thể đạt tăng trưởng lợi nhuận vì cạnh tranh tại thị trường trong nước gay gắt cũng như rủi ro chiến tranh thương mại ngày càng cao.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 56% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS 2018 xuống 193 tỷ đồng (giảm 73% so với mức cơ sở cao năm 2017), nghĩa là dự báo Quý 4 sẽ lỗ 37,8 tỷ đồng. Nguyên nhân của việc điều chỉnh giảm này là do chúng tôi lo ngại về khả năng của NKG trong việc duy trì doanh thu trong nước và biên lợi nhuận liên tục giảm.
- Chúng tôi dự báo các thách thức nói trên đối với ngành tôn mạ sẽ kéo dài sang năm 2019. Vì vậy, chúng tôi dự báo sản lượng sẽ tăng trưởng nhẹ 6% đối với tôn mạ và 10% đối với ống thép nhưng lợi nhuận sẽ không tăng trưởng do biên lợi nhuận giảm và chi phí lãi vay cao.
- Chúng tôi tiếp tục giả định công ty sẽ không trả cổ tức bằng tiền mặt trong tương lai để trả nợ và bổ sung vốn lưu động.
- P/E 2019 tại mức 7,7 lần kém hấp dẫn với triển vọng tăng trưởng kém và tình hình ngành tôn mạ khó khăn.

Việc để mất thị phần nội địa khiến chúng tôi quan ngại về triển vọng tăng trưởng của NKG. Việc các công ty tôn mạ lớn nhanh chóng mở rộng công suất trong 3 năm qua, như HSG (tăng 1,25 triệu tấn/năm, hay 104% so với cuối năm 2015), NKG (tăng 800.000 tấn/năm, tăng 190% so với cuối năm 2015), đồng thời HPG tham gia vào thị trường thép với 400.000 tấn/năm đã khiến cạnh tranh trên thị trường tôn mạ trong nước trở nên gay gắt. Trong khi HSG (đã niêm yết, dẫn đầu với thị phần 34%) và Tôn Đông Á (chưa niêm yết) vẫn duy trì được doanh thu tại thị trường nội địa thì NKG không thể cạnh tranh với sản lượng bán ra trong nước 9 tháng đầu năm giảm 12% so với cùng kỳ năm ngoái, trong khi toàn ngành tôn mạ tăng trưởng 8%. NKG cũng để mất vị trí thứ 2 tính theo sản lượng bán ra về tay Tôn Đông Á trong Quý 3. Từ đầu năm đến nay, đối thủ này đạt tăng trưởng cao tại cả thị trường trong nước lẫn xuất khẩu. Tuy tăng trưởng doanh thu xuất khẩu ổn định đã giúp NKG bù đắp cho tăng trưởng trong nước giảm nhưng chúng tôi lo ngại về khả năng giữ được chỗ đứng của công ty tại sân nhà. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo sản lượng tôn mạ bán ra cho năm 2018 và 2019 lần lượt 12% và 17%.

Biên lợi nhuận giảm, chi phí lãi vay cao ảnh hưởng đến lợi nhuận. Biên lợi nhuận gộp của NKG tiếp tục giảm mạnh hơn so với dự báo của chúng tôi. Trong Quý 3/2018, biên lợi nhuận gộp giảm xuống chỉ còn 4,8% do giá thép cán nóng phục hồi (trung bình 9 tháng đầu năm tăng 18% so với cùng kỳ năm ngoái) trong khi cạnh tranh khiến các công ty tôn mạ không thể tăng giá bán để chuyển phần chi phí tăng thêm sang khách hàng. Chúng tôi điều chỉnh giảm giả định biên lợi nhuận gộp cho năm 2018 từ 7,8% xuống 6,3% và cho năm 2019 từ 7,4% xuống 6,1%. Chi phí lãi vay cao do vay nợ để mở rộng công suất các năm 2016 và 2017 cũng là một yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận của NKG.

Ưu tiên trả nợ vì trước mắt công ty không cần đầu tư XDCB. Trên cơ sở dự báo sản lượng bán ra của chúng tôi, năm 2019 NKG sẽ hoạt động với khoảng 50% công suất, nên các năm tiếp theo sản lượng sẽ còn dư địa tăng trưởng dù công ty không có kế hoạch tiếp tục mở rộng công suất. Vì vậy, chúng tôi dự báo NKG đã hoàn tất chu kỳ XDCB và sẽ không đầu tư vào một dự án lớn nào trong vòng ít nhất 3 năm tới.

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Doanh thu	12.619	15.771	16.994
Giá vốn hàng bán	-11.251	-14.770	-15.952
Lợi nhuận gộp	1.368	1.001	1.043
Chi phí bán hàng	-274	-342	-365
Chi phí quản lí DN	-69	-71	-76
LN thuần HĐKD	1.024	588	601
Thu nhập tài chính	115	80	76
Chi phí tài chính	378	462	463
Trong đó, chi phí lãi vay	268	352	344
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	20	0	0
LNTT	781	210	214
Thuế TNDN	-74	-17	-21
LNST trước CĐTS	708	193	193
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	708	193	193
EPS cơ bản điều chỉnh, VND	4.906	1.050	1.050
EPS pha loãng hoàn toàn, VND	4.906	1.050	1.050

TỶ LỆ	2017A	2018F	2019F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	41,2%	25,0%	7,8%
Tăng trưởng LN HĐKD	28,6%	-42,6%	2,2%
Tăng trưởng LNTT	28,6%	-73,2%	2,2%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	14,5%	-78,6%	0,0%

Khả năng sinh lời

Biên LN gộp %	10,8%	6,3%	6,1%
Biên LN từ HĐ %	8,1%	3,7%	3,5%
Biên EBITDA	10,7%	6,0%	5,6%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	5,6%	1,2%	1,1%
ROE %	31,3%	6,4%	6,0%
ROA %	8,5%	2,0%	2,0%

Chỉ số hiệu quả vận hành

Số ngày tồn kho	99,3	95,9	91,6
Số ngày phải thu	19,7	21,1	18,9
Số ngày phải trả	19,8	19,1	18,3
TG luân chuyển tiền	99,3	97,9	92,2

Thanh khoản

CS thanh toán hiện hành	1,1	1,1	1,1
CS thanh toán nhanh	0,4	0,3	0,3
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,0	0,0
Nợ/Tài sản	60,7%	56,0%	55,5%
Nợ/Vốn sử dụng	67,8%	63,1%	62,9%
Nợ/Vốn CSH	207,0%	167,9%	167,0%
Khả năng thanh toán lãi vay	3,8	1,7	1,7

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Tiền và tương đương	93	94	88
Đầu tư TC ngắn hạn	415	189	189
Các khoản phải thu	1.006	817	943
Hàng tồn kho	4.090	3.671	4.335
TS ngắn hạn khác	525	639	737
Tổng TS ngắn hạn	6.129	5.410	6.292
TS dài hạn (gộp)	4.908	5.314	5.374
- Khấu hao lũy kế	-916	-1.267	-1.623
TS dài hạn (ròng)	3.992	4.046	3.751
Đầu tư TC dài hạn	24	77	77
TS dài hạn khác	29	29	29
Tổng TS dài hạn	4.046	4.153	3.857
Tổng Tài sản	10.174	9.563	10.149
Phải trả ngắn hạn	777	769	830
Nợ ngắn hạn	4.425	4.037	4.503
Nợ ngắn hạn khác	276	311	359
Tổng nợ ngắn hạn	5.478	5.117	5.692
Nợ dài hạn	1.755	1.313	1.133
Nợ dài hạn khác	1	1	1
Tổng nợ	7.234	6.431	6.826

Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn cổ phần	1.300	1.820	1.820
Thặng dư vốn CP	766	766	766
Lợi nhuận giữ lại	831	473	664
Vốn khác	44	72	72
Lợi ích CĐTS	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	2.940	3.132	3.323
Tổng cộng nguồn vốn	10.174	9.563	10.149

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Tiền đầu năm	174	93	94
Lợi nhuận ròng	708	193	193
Khấu hao	320	351	355
Thay đổi vốn lưu động	-2.345	520	-778
Điều chỉnh khác	-143	-2	-2
Tiền từ hoạt động KD	-1.287	1.062	-232
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.095	-405	-60
Đầu tư	-412	173	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-1.507	-233	-60
Cổ tức đã trả	-130	0	0
Tăng (giảm) vốn cổ phần	819	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-105	-442	-181
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	2.129	-387	466
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	2.713	-829	286
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-81	1	-6
Tiền cuối năm	93	94	88

Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty, dự báo của VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thảo Vy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng và Chứng khoán

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên, ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139

Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 28 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.